ANNALES
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN — POLONIA
VOL. XXXIX, 18 SECTIO H 2005

Zakład Kierowania Gospodarką Narodową, Instytut Ekonomii
Wydział Ekonomiczny UMCS

ELŻBIETA MARIA WROŃSKA

Wartość dla akcjonariuszy a wartość rynkowa akcji

Shareholder value and market value

UKIERUNKOWANIE NA WARTOŚĆ DLA AKCJONARIUSZY W DZIAŁANIU PRZEDSIĘBIORSTW

Od początku lat 90. XX w. coraz częściej deklarowanym kryterium decyzyjnym przy ustalaniu strategii rozwoju przedsiębiorstw jest wartość dla akcjonariuszy. Uważa się coraz powszechniej, że celem nadrzędnym funkcjonowania przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej winna być maksymalizacja majątku właściciela.

Wielu autorów wskazuje, że realizacja tego celu przejawia się maksymalizacją wartości rynkowej przedsiębiorstwa.[1] Miarą realizacji postulowanego celu jest kierunek i zakres zmian kursu akcji. Maksymalizacja majątku akcjonariuszy dokonuje się bowiem poprzez wzrost kursu akcji. Weryfikatorem poprawności podejmowanych przez przedsiębiorstwo decyzji jest rynek kapitałowy. Przekonanie takie oznacza, że przedsiębiorstwo tworzy wartość dla akcjonariuszy tylko wtedy, gdy wzrost ceny akcji oraz dodatkowe dochody związane z posiadaniem akcji (dywidendy) pozwalają osiągać akcjonariuszowi (posiadaczowi akcji) wyższą niż przeciętna stopa dochodu. Odzwierciedleniem tak rozumianej wartości dla akcjonariuszy jest wskaźnik TSR (*Total Shareholder Return*), będący relacją

[1] A. Duliniec, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, „Bank i Kredyt", maj 1999. Pogląd taki podziela wielu praktyków jak i teoretyków, w tym m.in.: A. Cwynar, W. Cwynar, *EVA i MVA – nowe spojrzenie na efektywność wykorzystania kapitału spółek*, „Rynek Kapitałowy" 1999, nr 1; A. Herman, S. Kasiewicz, *Cele działalności przedsiębiorstwa w warunkach niepewności i ryzyka*, [w:] A. Herman, A. Szablewski [red.], *Zarządzanie wartością firmy*, POLTEXT, Warszawa 1999, s. 64.

sumy przyrostu wartości rynkowej akcji oraz dywidendy do początkowej wartości rynkowej. Tak określona uzyskana stopa dochodu winna być wyższa od przeciętnej rynkowej stopy zwrotu z inwestycji podobnych. Tylko osiąganie wyższej niż rynkowa stopy zwrotu z inwestycji w papiery wartościowe oznacza wzrost wartości majątku i bogactwa inwestorów.

Wielu autorów natomiast uważa, że podmioty winny się koncentrować na wartości dla akcjonariuszy tworzonej na bazie generowanych przez przedsiębiorstwa przepływów pieniężnych.[2] Autorzy ci twierdzą, że wartość dla akcjonariuszy powinna być ustalana na podstawie przepływów pieniężnych, gdyż są one efektem wszystkich podejmowanych decyzji i wszelkich działań realizowanych przez przedsiębiorstwo.[3] Wartość dla akcjonariuszy jest wówczas różnicą pomiędzy ogółem wpływów pieniężnych ze sprzedaży a wydatkami związanymi z kosztami operacyjnymi, wydatkami z działalności inwestycyjnej (nakładami w majątek trwały i kapitał obrotowy netto) oraz wydatkami należnymi wierzycielom z tytułu odsetek i po korekcie o zaciągnięte i spłacone kapitały obce w danym okresie.[4] Ta dodatkowo tworzona wartość może też być wyrażona różnicą pomiędzy stopą zwrotu z zainwestowanego w przedsiębiorstwo kapitału (ROIC – *Return On Invested Capital* – stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału) a kosztem kapitału (WACC – *Weighted Average Cost of Capital* – średnioważony koszt kapitału). Różnica ta odzwierciedla dodatkową nadwyżkową stopę zwrotu ponad ogół kosztów (kosztów operacyjnych i kosztów kapitału), osiąganą z działalności przedsiębiorstwa, wskazując na dodatkową wartość tworzoną przez przedsiębiorstwo.

W literaturze przedmiotu pojawia się też wiele głosów utożsamiających wzrost bogactwa akcjonariuszy mierzony przyrostem kursu giełdowego akcji z wartością dla akcjonariuszy opartą na przepływach pieniężnych.[5] Uważa się, że dzięki

---

[2] Takie podejście wyraża m.in. A. Rappaport czy też na przykład T. Dudycz, którzy mówią wyłącznie o wartości dla akcjonariuszy opartej na przyszłych przepływach pieniężnych; A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999; T. Dudycz, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wyd AE Wrocław, Wrocław 2002.

[3] T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenia i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 21.

[4] W literaturze z zakresu zarządzania wartością opisywanych jest wiele metod ustalania wartości dla akcjonariuszy, w artykule przytoczono tylko jedną ze znanych i stosowanych metod ustalania nadwyżki finansowej.

[5] Al Ehrbar, *EVA – Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000; A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, J. Davies, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, ABC, Warszawa 2000; M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001; A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, FRRwP, Warszawa 2002 oraz T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*; A. Herman, A. Szablewski, *Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa* [w:] A. Herman, A. Szablewski [red.], *op. cit.*, s 52; Z. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wyd Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001, s. 5.

uzyskiwaniu wolnych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy firma zwiększa swą wartość rynkową. Prezentowany jest następujący sposób rozumowania: jeżeli przedsiębiorstwo będzie osiągało wysoki poziom przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy, wówczas inwestorzy będą skłonni płacić więcej za nabycie akcji tego podmiotu, a dotychczasowi posiadacze nie będą zainteresowani sprzedażą akcji. Spowoduje to podwyższenie cen akcji i zwiększenie stopy dochodu realizowanej przez inwestorów.[6]

W pracach tych autorów przedstawia się wiele przykładów na potwierdzenie powiązania pomiędzy wartością dla akcjonariuszy, opartą na przepływach pieniężnych, a zmianami cen akcji.[7] Przytaczane są wyniki badań przeprowadzonych przez R. Thomasa i M. Lipsona, którzy badali zależność pomiędzy relacją wartoś-ci rynkowej do księgowej a wybranymi wskaźnikami dla giełdy amerykańskiej.[8] Uzyskane wyniki wskazują na mały związek relacji wartości rynkowej do wartości księgowej z EPS (*Earning per Share* - zysk na akcję) - korelacja na poziomie 0,1, z ROE (*Return on Equity* - stopa zwrotu z kapitału własnego) - korelacja na poziomie 0,19, z ROI (*Return On Investment* - stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego) - korelacja na poziomie 0,34, z CFROI (*Cash Flow Return On Invest-ment* - gotówkowa stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego) - korelacja na poziomie 0,65. Wnioski z przeprowadzonych badań przez Credit Suisse First Boston oraz PricewaterhouseCoopers również wskazują na niską zależność pomiędzy ceną akcji a wskaźnikiem P/E (*Price to Earnings* - cena w relacji do zysku) na poziomie 0–15%, na średni związek ceny akcji z ROE – na poziomie ok. 35%, oraz na dość wysoką zależność pomiędzy ceną akcji a wartością przedsiębiorstwa opartą na DCF (*Discounted Cash Flow* - zdyskontowane przepływy pieniężne) - na poziomie ok. 60–80%.[9] Wyniki tych badań wskazują na brak powiązań pomiędzy ceną akcji a księgowymi miernikami wyników i mają jednoznacznie wskazywać na ścisłe powiązanie kursów akcji z przepływami pieniężnymi, a więc ścisłe powiązanie bogactwa akcjonariuszy z wartością dla akcjonariuszy.[10]

Potwierdzeniem zainteresowania wielkościami rynkowymi oraz poszukiwania ich związku z wielkościami wewnętrznymi przedsiębiorstwa jest miara zapro-

---

[6] M. Michalski, *op. cit.*, s. 95. Przy tym taki przebieg zdarzeń zakłada: 1) pełny dostęp inwestora do danych o spółce oraz 2) racjonalne zachowanie inwestora.

[7] Wyniki badań wskazujących na związek pomiędzy kursami akcji a przepływami pieniężnymi czy też miernikami opartymi na przepływach pieniężnych cytują m.in: A. Herman, A. Szablewski, *op. cit.*, s. 27–28; Al. Ehrbar, *op. cit.*, s. 37; A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, J. Davies, *op. cit.*, s. 53.

[8] A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, J. Davies, *op. cit.*, s. 53.

[9] A. Herman, A. Szablewski, *op. cit.*, s. 27–28.

[10] Niektórzy autorzy wskazują, że brak związku pomiędzy ceną akcji a wielkościami księgowymi był przyczyną poszukiwań takiej miary efektów działania przedsiębiorstwa, która potwierdziłaby istnienie tego związku; A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie...*, s. 35.

ponowana przez firmę Stern Stewart & Co - MVA (*Market Value Added* - rynkowa wartość dodana). MVA jako miara zewnętrzna jest różnicą pomiędzy bieżącą wartością rynkową a wartością kapitału zaangażowanego przez inwestorów w przedsiębiorstwo i odzwierciedla ocenę efektów działania przedsiębiorstwa dokonywaną przez uczestników rynku kapitałowego.[11] Ponadto MVA jest traktowana jako bieżąca wartość przyszłych EVA (*Economic Value Added* - ekonomiczna wartość dodana). EVA jest natomiast wewnętrzną miarą zysku z bieżącej działalności wskazującą na różnicę pomiędzy przychodami ze sprzedaży a kosztami działalności (łącznie z kosztami kapitału obcego i własnego). A zatem przez powiązanie MVA z EVA potwierdza się związek pomiędzy wynikami działania przedsiębiorstwa a wyceną rynkową przedsiębiorstwa.

NIEDOSKONAŁOŚCI WARTOŚCI RYNKOWEJ JAKO OBIEKTYWNEGO MIERNIKA

Najczęściej wartość rynkowa jest podawana jako cel przedsiębiorstwa przez autorów pochodzących z krajów, w których istnieją rozwinięte rynki kapitałowe z dużymi i wysoce płynnymi giełdami papierów wartościowych.[12] Głównie też w tych krajach podejmowane są działania związane z poszukiwaniem związków pomiędzy wartością rynkową a wynikami generowanymi przez przedsiębiorstwo. Tymi krajami są USA oraz Wielka Brytania. Specyfika rynków kapitałowych tych państw spowodowała, że mówi się nawet o modelu anglosaskim w odróżnieniu od modelu kontynentalno-japońskiego.[13]

W modelu anglosaskim istnieją szeroko rozwinięte rynki kapitałowe z dużą liczbą rozproszonych inwestorów, dokonujących ciągłego obrotu akcjami przedsiębiorstw. Na rynkach kapitałowych tego modelu uczestnicy swoją stałą aktywnością (ciągłym zakupem bądź sprzedażą papierów wartościowych) mobilizują przedsiębiorstwa do poprawy efektywności działania. Model kontynentalno-japoński charakteryzuje się mniejszymi giełdami papierów wartościowych. Ze względu na mniejsze znaczenie publicznego obrotu papierami wartościowymi, problem wartości rynkowej nie odgrywa tu tak znaczącej roli jak w modelu anglosaskim.[14]

[11] Al. Ehrbar, *op. cit.*, s. 37.

[12] A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, J. Davies, *op. cit.*, s. 210-260; Al. Ehrbar, *op. cit.*, s. 8; M. Michalski, *op. cit.*, s. XVI-XXIV.

[13] M. Michalski, *op. cit.*, s. XVI-XXIV; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 3-10 oraz A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie...*, s. 60.

[14] M. Michalski, *op. cit.*, s. XXII. Ponadto różnice w funkcjonowaniu rynków kapitałowych, występujące pomiędzy poszczególnymi krajami - reprezentantami modelu anglosaskiego i kontynentalno-japońskiego, zostały opisane przez A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, J. Davies, *op. cit.*, s. 210-260.

Przyczyn zaistnienia i rozwoju dwu modeli funkcjonowania rynku kapitałowego jest wiele. Wymienić tu można np.: systemy własności i kontroli nad źródłami finansowania czy nawet polityczne uwarunkowania powojenne.[15] W modelu anglosaskim istotnymi właścicielami są indywidualni inwestorzy oraz inwestorzy instytucjonalni (fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne). Osoby zarządzające funduszami ponoszą odpowiedzialność przed właścicielami powierzonych im w zarząd środków. Dążąc do zapewnienia im jak najwyższej stopy dochodu (bo tylko to jest warunkiem pozyskania nowych klientów i utrzymania dotychczasowych), fundusze wywierają presję na spółki, w których papiery wartościowe inwestują.[16] Dodatkowym czynnikiem silnie motywującym do zarządzania w kierunku satysfakcjonowania akcjonariuszy jest zagrożenie wrogimi przejęciami, które wpływają na większą koncentrację zarządzających na wynikach podmiotu.[17] Natomiast w modelu kontynentalno-japońskim większe znaczenie przywiązuje się do powiązań własnościowych pomiędzy przedsiębiorstwami (*cross holding* - własność wzajemna). Ponadto w tych gospodarkach większym znaczeniem charakteryzuje się udział banków jako inwestorów przedsiębiorstw. A więc w modelu kontynentalno-japońskim to potężne grupy przemysłowe oraz bankowe odgrywają rolę strategicznych inwestorów. W efekcie występuje brak zagrożenia wrogimi przejęciami i występuje mniejszy nacisk na efekty finansowe przedsiębiorstw.

W związku z powyższym można stwierdzić, że tylko w modelu anglosaskim można próbować poszukiwać związku pomiędzy kursami akcji a wynikami finansowymi przedsiębiorstw. By mógł wystąpić ten związek, powinno być spełnionych kilka warunków, w tym m.in.:

- w giełdzie papierów wartościowych winno brać udział możliwie wielu uczestników, co implikuje dużą liczbę spółek i jednocześnie inwestorów.[18] Dla przykładu można podać, że kapitalizacja giełdy w Wielkiej Brytanii w 2003 r. wynosiła 153% PKB, a w Polsce 17,3%[19]; w Stanach Zjednoczonych ok. 40% gospodarstw domowych posiada akcje przedsiębiorstw lub jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych[20], podczas gdy liczba otwartych rachunków

---

[15] Charakterystyka i przyczyny występowania dwu modeli zostały szerzej omówione przez E. M. Wrońska, *Wartość dla akcjonariuszy czy wartość dla wszystkich zainteresowanych stron?*, Annales UMCS, Sectio H, Oeconomia, Lublin 2004, s. 397–408.

[16] A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie...*, s. 37.

[17] J. M. Stern [w:] A. Ehrbar, *op. cit.*, s. XIII

[18] Tylko wówczas giełda może się stać powszechnym instrumentem wyceny i weryfikacji podejmowanych przez jej uczestników decyzji. Jeżeli przedsiębiorstwo nie jest notowane na giełdzie, nie jest możliwe ustalenie jego wartości rynkowej na podstawie aktualnych kursów jego akcji, wówczas należy brać pod uwagę inne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa Z. Siudak, *op. cit.*, s. 41

[19] M. Kicia, *Wpływ nowych informacji na kursy akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA*, rozprawa doktorska, s. 82.

[20] A. Rappaport, *op. cit.*, s. 12.

inwestycyjnych w Polsce na koniec 2003 r. odpowiada 2,5% ludności Polski, przy tym część z rachunków inwestycyjnych to rachunki uśpione[21];

- giełda winna być efektywna, a więc musi wystąpić sytuacja, w której informacje będą odzwierciedlone w cenach akcji. Wydaje się, że wymagany poziom efektywności odnosić się będzie do stopnia średniego, a więc gdy publicznie dostępne informacje (w tym także informacje o spółce, o jej działaniach i wynikach) będą odzwierciedlane w kursach akcji.[22] Istnienie efektywnego rynku kapitałowego w stopniu średnim implikuje konieczność, z jednej strony, przekazywania istotnych informacji przez przedsiębiorstwo[23], a z drugiej strony, wykorzystywania przez inwestora tych informacji w procesie decyzyjnym.[24]

Komunikacja zewnętrzna, czyli przekazywanie informacji przez przedsiębiorstwa innym uczestnikom rynku kapitałowego, związana jest przede wszystkim z publikowaniem sprawozdań finansowych. Sprawozdania te są jednak obarczone pewnymi niedoskonałościami i podatnością na manipulację. Zdarzają się sytuacje, w których podmioty, dążąc do zaprezentowania efektów swojej działalności lepszych, niż są w rzeczywistości, posuwają się do niewłaściwego stosowania zasad księgowych, co w skrajnych przypadkach jest nazywane fałszowaniem sprawozdań finansowych.[25] Sprawozdania finansowe mają przede wszystkim odzwierciedlać prawdziwy i rzetelny obraz sytuacji majątkowej i finansowej przedsiębiorstwa. Przy tym sprawozdania finansowe są przygotowywane na podstawie pewnych zasad oraz metod określonych w ustawie o rachunkowości. Metody te dotyczą ustalania na dzień bilansowy wartości poszczególnych elementów aktywów, pasywów, przychodów i kosztów przez określenie metod wyceny zapasów czy metod amortyzacji. Dokonując wyboru rozwiązań dopuszczonych ustawą o rachunkowości, przedsiębiorstwo ma duży zakres swobody i możliwości dostosowania tych metod do indywidualnych potrzeb jednostki.

Należy jednak odróżnić pewien zakres kreatywności w doborze metod rachunkowości od nieuczciwej manipulacji danymi księgowymi i w wykorzystywaniu luk w zasadach rachunkowości pozwalających na kreowanie wizerunku finansowego organizacji gospodarczej w sposób skłaniający do zachowywania się odbiorców informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych w określony, oczekiwany przez podmiot sposób. Celem fałszowania sprawozdań finansowych

---

[21] M. Kicia, *op. cit.*, s. 86

[22] Tylko wtedy zachodzi sytuacja, gdy obie strony transakcji dysponują informacjami o przedsiębiorstwie i uwzględniają te informacje w cenach. Zwrócić należy uwagę na to, że Z. Siudak uważa, iż wystarczająca jest efektywność giełdy papierów wartościowych w stopniu słabym; Z. Siudak, *op. cit.*, s. 29.

[23] A to wymaga sprawnego systemu komunikacji zewnętrznej.

[24] A to wymaga racjonalności ekonomicznej w podejmowaniu decyzji przez inwestora.

[25] Szerzej na temat niedoskonałości sprawozdań finansowych patrz E. M. Wrońska, *Sprawozdanie finansowe – niedoskonałe źródło informacji o podmiocie*, konferencja organizowana przez UMCS, Lublin 2004, materiały w druku.

jest przedstawienie rzeczywistości gospodarczej niezgodnie ze stanem faktycznym, ale w taki sposób, by odbiorca informacji wytworzył sobie obraz przedsiębiorstwa zgodny z intencjami nadawcy.

Oprócz udostępniania informacji, ważną kwestią jest też wykorzystywanie informacji o spółce przez inwestorów w procesie decyzyjnym. W rzeczywistości inwestorzy mają zróżnicowany dostęp do informacji, a także różnie je oceniają. Informacje istotne dla inwestorów to nie tylko nowe informacje na temat spółki (jej wyników finansowych, prognoz działania, działań konkurencji), ale także m.in. statystyczne dane o zjawiskach zachodzących w całym systemie gospodarczym, ale też wypowiedzi polityków, zachowania innych giełd papierów wartościowych.[26] Docierające informacje mają różne znaczenie dla różnych typów inwestorów, którzy otrzymują informacje, oceniają je i na ich podstawie podejmują decyzje. Część z inwestorów reaguje z wyprzedzeniem, część inwestorów reaguje zaraz po otrzymaniu informacji, część z pewnym opóźnieniem, a część inwestorów w ogóle nie reaguje na pewne informacje.[27]

Ponadto inwestorzy nie zawsze postępują racjonalnie. Proces decyzyjny inwestora zależy m.in. od czynników psychicznych. Działalność inwestycyjna na rynku kapitałowym jest częścią zachowań ludzkich, dlatego podejmowane tam decyzje podlegają takim samym uwarunkowaniom i ograniczeniom jak wszystkie inne decyzje, podejmowane we wszystkich obszarach działań ludzkich.[28] Przykładem tego były wzrosty kursów akcji spółek branży informatycznej i telekomunikacyjnej w latach 1999-2000, windowanych ogromnym popytem bez poparcia w danych fundamentalnych. Podobnie zakończenie wzrostów i spadek kursów nie był związany z pojawieniem się istotnych informacji fundamentalnych. Zanik racjonalności widoczny jest w okresach silnych wzrostów lub panicznej wyprzedaży akcji, kiedy na indywidualne decyzje decydujący wpływ ma otoczenie.[29]

Inwestorzy, kupując akcje, są zainteresowani osiągnięciem jak najwyższej stopy zwrotu z takiej inwestycji.[30] Inwestor realizuje decyzję inwestycyjną wówczas, gdy dokonywana z jego punktu widzenia indywidualna i subiektywna wyce-

---

[26] Szerzej na temat wyników badań nt. uwzględnianych informacji i wpływu informacji na kursy akcji notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych SA Warszawie M. K i c i a, *op. cit.*, s. 200–223.

[27] Ponadto inwestorzy wydają opinie i osądy na bazie posiadanej wiedzy, która nie zawsze jest wiedzą pełną i pewną. Jednak wydając osąd, są przekonani o własnej wiedzy (nadmierna pewność siebie) i trudno jest taką ocenę zmienić (zakotwiczenie); M. K i c i a, *op. cit.*, s. 8, 21 oraz 151.

[28] Związki pomiędzy decyzjami finansowymi a zachowaniem jednostki są przedmiotem zainteresowań teorii finansów behawioralnych, która nie służy jednak do predykcji zachowań, ale raczej do wyjaśniania zachowań. Teoria ta powstała jako odpowiedź na anomalie w efektywności rynku kapitałowego, odkrywane w kolejnych testach; A. S z y s z k a, *Zachowania inwestora a teoria rynku kapitałowego*, „Ekonomista" 2004, nr 3.

[29] M. K i c i a, *op. cit.*, s. 6 i 69.

[30] A. D u l i n i e c, *op. cit.*

na wartości jest większa niż aktualna wartość rynkowa. Kupowany przez inwestora produkt musi mieć dla niego większą wartość niż aktualna cena rynkowa. Wartość rynkowa jest zawsze punktem odniesienia subiektywnej wyceny wartości dokonywanej przez inwestora. Utrzymywanie się różnicy pomiędzy wyceną rynkową (kursem akcji) a wyceną indywidualną inwestora pozwala ocenić, które ze spółek są przewartościowane, a które niedowartościowane. Na tej podstawie podejmowane są decyzje o składzie portfela inwestycyjnego. Wycena dokonywana przez inwestora jest różna od wartości rynkowej ze względu na różne w stosunku do ogółu indywidualne oczekiwania inwestora.[31] Inwestowanie w akcje na rynku kapitałowym to w dużej mierze gra oczekiwań.[32] A zatem wzrost wartości rynkowej akcji może stanowić o wzroście wartości bogactwa akcjonariuszy, ale nie jest tożsame z tworzeniem wartości dla akcjonariuszy.[33] Zdrowy rozsądek podpowiada, by kurs akcji traktować jako produkt uboczny sukcesów przedsiębiorstw.[34]

NIEZALEŻNOŚĆ WARTOŚCI DOCHODOWEJ I WARTOŚCI RYNKOWEJ

Z powyżej omówionych względów należy zwrócić uwagę na niezależność w dużej części wartości przedsiębiorstwa mierzonej przepływami pieniężnymi a wartością przedsiębiorstwa mierzoną kursami akcji. U podstaw kształtowania przepływów pieniężnych czy też kursów akcji leżą różne czynniki, często niezależne od siebie. Dlatego też, w opinii autorki niniejszego artykułu, nie jest właściwe formułowanie celu działań podejmowanych wewnątrz przedsiębiorstwa jako nastawienia na maksymalizowanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa, nie jest też zasadne utożsamianie wartości dla akcjonariuszy opartej na przepływach pieniężnych z bogactwem akcjonariuszy opartym na kursach akcji.[35]

Podstawą kształtowania wartości dla akcjonariuszy, opartej na przepływach pieniężnych, jest kształtowanie się uzyskiwanych efektów w przeszłości, oczekiwań co do takich wielkości jak m. in.: przychody ze sprzedaży, koszty operacyjne, amortyzacja, koszty finansowe, stopa podatku dochodowego, spłata czy za-

---

[31] Gdyby indywidualna wycena była identyczna z ogółem oczekiwań i z wartością dochodową przedsiębiorstwa, to wówczas rynek byłby doskonale efektywny, ale czy wówczas dochodziłoby do jakichkolwiek transakcji? Z. Marciniak, *Zarządzanie wartości i ryzykiem przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych*, SGH, Warszawa 2001, s. 16.

[32] Pogląd taki wyrażają A. Duliniec, *op. cit.* oraz A. Rappaport, *op. cit.*, s. 202.

[33] A. Rappaport, *op. cit.*, s. 198-203, A. Duliniec, *op. cit.*

[34] *Ekscesy kapitalizmu menedżerskiego*, „Zarządzanie na Świecie" 2003, nr 2.

[35] W tym ostatnim przypadku utożsamianie wartości przedsiębiorstwa mierzonej kursami akcji i wartości mierzonej przepływami pieniężnymi byłoby jednoznaczne z utożsamianiem wartości rynkowej z wartością dochodową i jednocześnie uzyskiwania jednakowych wyników wyceny dochodowej i rynkowej.

ciągnięcie kredytu, wielkość nakładów inwestycyjnych w majątek trwały i kapitał obrotowy netto. Podstawą kształtowania bogactwa akcjonariuszy, czyli kursów akcji i ich zmian są m.in. następujące czynniki: ogólna sytuacja na giełdzie, docierające do inwestorów informacje o gospodarce, o sektorze, o podmiotach, o przeszłych kursach akcji, czynniki psychologiczne inwestora. Bieżące kursy akcji rynkowych są pochodną subiektywnych indywidualnych szacunków wartości przedsiębiorstwa, a więc cena wynika z szacunku wartości, a nie wartość z ceny.[36]

Kolejnym argumentem za niezależnością pomiędzy wartością dla akcjonariuszy a bogactwem akcjonariuszy jest fakt, że zmiany kursów akcji mogą być niezależne od siebie - cena akcji może się zmieniać niezależnie od generowanej wartości dla akcjonariuszy. Aby poświadczyć słuszność takiego stwierdzenia, należy przytoczyć takie przykłady wzrostu kursu akcji w wyniku upublicznienia informacji o uzyskanym skwitowaniu przez członków zarządu.[37] Kursy akcji mogą się też zmieniać pod wpływem wypowiedzi polityków.[38] W takim przypadku trudno mówić o powstaniu wartości przedsiębiorstwa czy wartości dla akcjonariuszy.

W wielu wypadkach ukierunkowanie na wzrost kursu akcji prowadziło do podejmowania działań, które niekoniecznie przyczyniają się do tworzenia wartości przedsiębiorstwa. Działania te były jednak podejmowane, bo były pozytywnie oceniane przez akcjonariuszy i znajdowały odzwierciedlenie we wzroście kursów akcji. Wspomnieć tu należy o manipulacjach księgowych i ich skutkach. Przykładami podejmowania takich działań są przedsiębiorstwa ENRON czy też WorldCom. Nastawienie na maksymalizowanie wartości akcji nie zawsze zatem służy tworzeniu siły finansowej przedsiębiorstwa i wartości dla akcjonariuszy. W efekcie tak ukierunkowanych działań przedsiębiorstwo nie służy żadnej ze stron: ani akcjonariuszom, ani istnieniu i rozwojowi przedsiębiorstwa.

Głoszone cele maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy przez wpływanie na kurs akcji powodowały, że jedynymi beneficjantami podejmowanych w tym kierunku działań byli sami menedżerowie.[39] Wynika to z faktu, że wynagrodzenia zarządów były silnie związane z poziomem kursów akcji. W efekcie takich działań nie była tworzona wartość przedsiębiorstwa, a zarządy wykorzystały hasło wartości dla akcjonariuszy w celu pomnażania wyłącznie własnych korzyści.

---

[36] O tym, że wycena rynkowa odnosi się do oczekiwań, piszą: M. Michalski, *op. cit.*, s. 17 i 26 oraz A. Rappaport, *op. cit.*, s. 202.

[37] M. Hauser, *Gospodarka przedsiębiorstwa zorientowana na wartość*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza" 2000, nr 10.

[38] M. Kicia, *op. cit.*, s. 200-201.

[39] *Nowe priorytety dla szefa finansów*, „Zarządzanie na Świecie" 2003, nr 1 oraz *Ekscesy kapitalizmu menedżerskiego*.

Ponadto zwrócić należy uwagę na to, że Al Ehrbar wskazuje, iż MVA (rynkowa miara wartości dla akcjonariuszy związana z miarą wewnętrzną) zależy od wielu różnych czynników np.: tendencji rynkowych, oczekiwań, wielkości księgowych[40], natomiast sama EVA (wewnętrzna miara wartości) wyjaśnia tylko 50% zmian MVA.[41]

Również wyniki badań cytowane przez A. Cwynar, W. Cwynar prowadzą do podobnych wniosków[42]:

1) występuje niska korelacja EVA z wartością dla akcjonariuszy i ich bogactwem,

2) występuje mniejsza korelacja EVA z wartością dla akcjonariuszy i ich bogactwem w porównaniu z konwencjonalnymi miernikami księgowymi,

3) występuje niewielka różnica w korelacji z wartością dla akcjonariuszy i ich bogactwem między EVA a zyskiem rezydualnym.

Dodatkowo z badań przeprowadzonych przez firmę Stern Stewart & Co przeprowadzonych dla 566 firm amerykańskich z okresu 1983-1993 wynika, że zaledwie ok. 20% zmian cen akcji na rynku amerykańskim da się wyjaśnić zmianami EVA, podczas gdy z badań przeprowadzonych przez A. Cwynar, W. Cwynar dla rynku polskiego w latach 1995-2000 wynika, że przeciętna korelacja pomiędzy cenami akcji a EVA wynosiła 5%. Tę różnicę w wynikach ci ostatni tłumaczą jakością rynku kapitałowego, stopniem jego rozwoju, liczbą firm notowanych na giełdzie.[43]

Zauważyć jednak należy, że przepływy pieniężne generowane przez przedsiębiorstwo na rzecz właścicieli są źródłem dochodów dla akcjonariuszy przekazywanych im w różnych formach, np. wypłata dywidendy, wzrost wartości udziału, umorzenie udziału.[44] Przedsiębiorstwo przez swój wpływ na kategorie kształtujące przepływy pieniężne dla akcjonariuszy (przychody ze sprzedaży, koszty działania, inwestycje) wpływa na poziom dochodów dla akcjonariuszy.

Przedsiębiorstwo jednak ma ograniczone możliwości wpływu na ocenę swoich działań dokonywaną przez rynek kapitałowy a odzwierciedlaną w zmianie kursu akcji. Od przedsiębiorstwa w niewielkim stopniu zależy, jak zostaną ocenione jej wyniki i generowane przepływy pieniężne dla akcjonariuszy. Spółka nie ma decydującego wpływu na przewidywania inwestorów dotyczące spółki i na zachowania inwestorów. Przypomnieć należy, że zachowanie inwestorów zależy

---

[40] Al. Ehrbar, *op. cit.*, s. 41.

[41] *Ibid.*, s. 62.

[42] A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie...*, s. 289-293.

[43] *Ibid.*, s. 410-411.

[44] A. Rappaport, *op. cit.*, s. 12; M. Michalski, *op. cit.*, s. 20 oraz D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRRwP, Warszawa 1999, s. 114, przy tym D. Zarzecki zwraca uwagę na to, że wartość tworzona dla akcjonariuszy (FCFE) winna być w całości źródłem dywidend.

od wielu różnych czynników (omówionych wcześniej). Fakt rozwoju teorii finansów behawioralnych potwierdza spostrzeżenie, że działania inwestorów nie zawsze są racjonalne, a sytuacja na rynku kapitałowym nie zawsze jest przewidywalna i wytłumaczalna za pomocą modeli rynku kapitałowego.

Dlatego w literaturze rozróżnia się pojęcie stopy zwrotu dla przedsiębiorstwa (*Corporate Return*) i stopy zwrotu dla akcjonariuszy (*Shareholder Return*).[45] Stopa zwrotu dla akcjonariuszy odnosi się do ceny akcji, jej zmiany i uzyskanej dywidendy (TSR). Stopa zwrotu dla przedsiębiorstwa jest mierzona ROIC, skorygowanym o ryzyko i strukturę kapitału, czyli WACC. Bogactwo dla akcjonariuszy jest tworzone w sytuacji, gdy inwestor uzyskuje ponadprzeciętną stopę dochodu, tzn., gdy wskaźnik TSR jest wyższy niż przeciętna rynkowa stopa zwrotu, natomiast wartość dla akcjonariuszy jest tworzona, gdy powstaje dodatnia różnica pomiędzy ROIC i WACC, co oznacza, że stopa dochodu inwestycji realizowanych przez przedsiębiorstwo jest większa niż rynkowa stopa zwrotu z inwestycji podobnych (wyznaczająca koszt kapitałów wykorzystywanych przez przedsiębiorstwo). Zaistnienie stopy zwrotu dla przedsiębiorstwa wyższej niż rynkowa stopa zwrotu oznacza, że przedsiębiorstwo wypracowało dochód, który może być przeznaczony dla właścicieli.

PODSUMOWANIE

Gdy przedsiębiorstwo tworzy wartość dla akcjonariuszy, oznacza to, że generuje dodatnie strumienie pieniężne, które są należne akcjonariuszom, a przez to posiada zdolność do zwiększania wartości rynkowej.[46] Jednak do tego, by wartość dla akcjonariuszy przełożyła się na wzrost kursu akcji, konieczne jest:

1) by uczestników giełdy było możliwie jak najwięcej. Fakt, że giełda jest powszechnym instrumentem wyceny, stanowi, z jednej strony, o wielu informacjach, które są przekazywane giełdzie na temat działalności podmiotów, a z drugiej strony, o wielu inwestorach, których wypadkową działania (wykorzystania i oceny informacji) jest zmiana kursu akcji, przez co staje się on miarą relatywnie zobiektywizowaną.

2) istotne jest to, by giełda była efektywna, i to w stopniu średnim. Oznacza to wówczas, że ceny akcji odzwierciedlają informacje publicznie dostępne, w tym także informacje o spółce, o jej efektach działania, o prognozach działania, o rynku, na którym działa podmiot itp. Efektywność rynku kapitałowego na poziomie średnim pozwala stwierdzić, że inwestorzy w procesie decyzyjnym uwzględniają informacje o spółce.

---

[45] A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie...*, s. 184.

[46] A. Duliniec, *op. cit.*

3) ważne jest także przekazywanie informacji przez przedsiębiorstwa. Istotne jest to, by informacje owe były rzetelne, właściwie odzwierciedlające rzeczywistą sytuację podmiotu. Konieczne jest też przekazywanie szeregu dodatkowych informacji, które, oprócz informacji o uzyskanych efektach, opisywać będą prognozy działania podmiotu i zamierzenia zarządu.

4) konieczna jest także racjonalność podejmowanych decyzji przez inwestorów. Wymagane jest, by inwestorzy w swoich decyzjach uwzględniali wszystkie dostępne informacje o spółce i dokonywali wyborów w sposób uwzględniający te informacje.

O ile jednak przedsiębiorstwo ma wpływ na kształtowanie własnej polityki komunikacji z inwestorami, o tyle nie ma wpływu na dostarczenie wszystkim uczestnikom rynku i na odbiór tych informacji przez wszystkich uczestników rynku, a tym bardziej na ocenę i uwzględnienie ich w procesie decyzyjnym inwestora. Pojedyncze przedsiębiorstwo nie ma też wpływu na wielkość, płynność i efektywność giełdy papierów wartościowych. A zatem wartość dla akcjonariuszy nie stanowi bezpośrednio o bogactwie dla akcjonariuszy, jest jedynie podstawą oceny przez rynek i jego uczestników wartości przedsiębiorstwa w relacji do aktualnej wartości rynkowej i podjęcia właściwej dla nich decyzji inwestycyjnej.

SUMMARY

Lately, the goal of running firm has been said to concentrate on shareholder value. Many authors think it is market value, others think that shareholder value is measured better by cash flows. In addition, many people think that cash flows to shareholder are immediately shown in market price. To see such relationship it is necessary some conditions should exist.

In fact, the conditions are rarely fulfilled. Therefore there is no use treating market value and real value as the same. It is also impossible to put market value as the goal of company.

The company has great influence on cash flows and on giving information to investor. The same way the company does not have important influence on using the information by investor and making investment decisions by them. The company does not have decisive influence on the evaluation of its own shares by market. What's more, the company cannot affect the size and effectiveness of market. That's why shareholder value (cash flows to shareholder) is not the same as market value (shareholder wealth).